

申通快递 (002468.SZ)

强烈推荐 (维持)

并表丹鸟市占率持续提升, Q1 业绩增长超预期

周期/交通运输
目标估值: NA
当前股价: 16.4 元

公司发布年报, 2025 年度实现营业收入、归母净利润分别是 556 亿元、14 亿元, 分别同比增长 18%、32%。

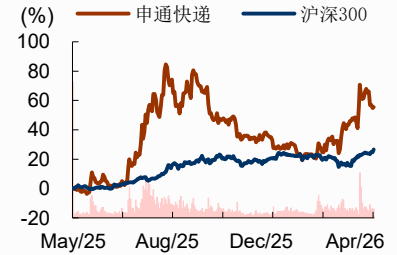
基础数据

- 公司发布 2025 年年报及 26 年一季报: 2025 年申通快递实现营收 555.9 亿元, 同比增长 17.8%, 实现归母净利润 13.69 亿元, 同比增长 31.6%; 其中 Q4 实现归母净利润 6.1 亿元, 同比增长 58.2%。26 年 Q1 公司实现营收 156.9 亿元, 同比增长 30.7%, 实现归母净利润 4.6 亿元, 同比增长 94.3%。
- 公司快递业务量快速增长, Q1 市场份额升至 13.9%。2025 年申通完成快递业务量 261 亿件, 同比增长 15%, 市占率 13.1%, 同比提升 0.16pts, 其中 25 年四季度完成快递业务量 72.8 亿件, 同比增长 9.9%, 市场份额 13.5%, 同比提升 0.6pts。26 年一季度公司完成快递业务量 66.4 亿件, 同比增长 14.4%, 市场份额升至 13.9%, 同比提升 1.1pts
- 受益快递行业反内卷及并表丹鸟, Q3 以来公司快递业务单价触底回升, 25Q4-26Q1 单票收入同比大幅提升。2025 年公司快递业务单价 2.10 元, 同比提升 2.3%, 其中 Q4 单票收入 2.31 元, 同比提升 13.5%, 26 年 Q1 单票收入 2.33 元, 同比提升 14.4%。
- 受益于反内卷、价格提升, 单票毛利大幅提升。2025 年申通实现毛利 35.62 亿元, 同比增长 25.8%。其中 25Q4-26Q1 单票毛利分别为 0.19、0.17 元, 同比分别增长 41%、49%。
- 25 年下半年以来单票净利持续大幅提升, 26 年 Q1 利润增幅超预期。2025 年实现归母净利润 13.7 亿元, 同比增长 31.6%, 折合单票归母净利润 0.052 元, 同比增长 14.4%。其中 25Q4-26Q1 归母净利润分别为 6.1、4.6 亿元, 同比分别增长 58%、94%, 折合单票归母净利润 0.084、0.069 元, 同比分别增长 44%、70%。Q1 利润增长超预期。
- 展望未来, 行业竞争依然存在, 但是在监管、总部及加盟商成本盈利约束下, 总体竞争有序化、强度趋于缓和、格局缓慢优化, 叠加需求增长、技术进步推动成本改善, 行业盈利中枢有望逐步抬升。同时, 公司运营管理将进一步优化, 盈利有望持续较快增长。预计 26-28 年公司盈利分别为 20.4、24.5、29.8 亿元, 对应 PE 估值分别为 12.3、10.2、8.4 倍, 维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示: 需求增长不及预期、燃油价格大幅增长、行业政策剧烈变化。

总股本 (百万股)	1531
已上市流通股 (百万股)	1464
总市值 (十亿元)	25.1
流通市值 (十亿元)	24.0
每股净资产 (MRQ)	7.4
ROE (TTM)	14.0
资产负债率	62.1%
主要股东	浙江菜鸟供应链管理有限公司
主要股东持股比例	25.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	7	55
相对表现	-2	3	27



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 王春环 S1090524060003
wangchunhuan@cmschina.com.cn
- 孙修远 S1090524070005
sunxiuyuan@cmschina.com.cn
- 肖欣晨 S1090522010001
xiaoxinchen@cmschina.com.cn
- 刘若琮 S1090524110003
liuruocong@cmschina.com.cn
- 张瑜玲 S1090525060006
zhangyuling2@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	47169	55586	63595	67367	70695
同比增长	15%	18%	14%	6%	5%
营业利润(百万元)	1356	1788	2629	3149	3817
同比增长	195%	32%	47%	20%	21%
归母净利润(百万元)	1040	1369	2038	2451	2982
同比增长	205%	32%	49%	20%	22%
每股收益(元)	0.68	0.89	1.33	1.60	1.95
PE	24.1	18.3	12.3	10.2	8.4
PB	2.6	2.3	1.9	1.6	1.4

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、行业需求增速环比回升，反内卷推动价格水平逐步企稳	3
二、申通业务量快速增长，利润弹性大幅释放	4
三、行业有序竞争、公司运营优化，盈利有望持续增长	7

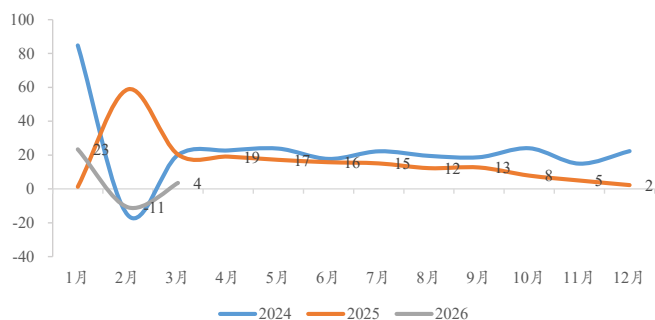
图表目录

图 1: 24-26 年快递业务量单月增速 (%)	3
图 2: 24-26 年快递收入单月增速	3
图 3: 25-26 年快递业务月度均价及同比增速	3
图 4: 24-26 年申通及行业季度快递业务量增速	4
图 5: 24-26 年申通季度市场份额	4
图 6: 24-26 年申通快递业务季度均价及同比增速	4
图 7: 24-26 年申通快递单票营业成本及同比增速	5
图 8: 24-26 年申通快递单票毛利及同比增速	6
图 9: 21-26 年申通快递构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	8
图 10: 申通快递历史 PE Band	9
图 11: 申通快递历史 PB Band	9
表 1: 2024-2025 年快递业务成本拆分	5
表 2: 2025-2026 年申通快递季度费用及盈利拆分	6
表 3: 申通快递限制性股票年度业绩考核目标	8
表 4: 申通快递盈利预测核心假设	9
附: 财务预测表	10

一、行业需求增速环比回升，反内卷推动价格水平逐步企稳

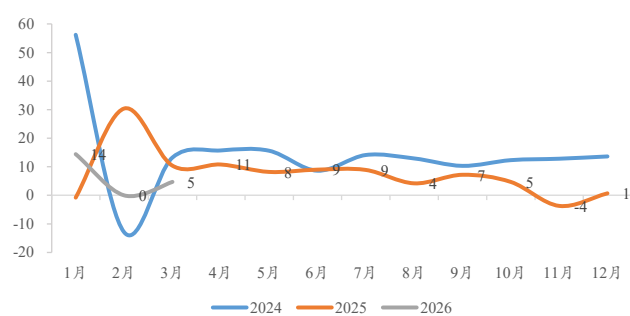
26年一季度快递业务量同比增长5.8%，需求增速环比回升。2025年全年完成快递业务量1989.5亿件，同比增长13.6%，其中下半年受高基数、反内卷影响下低价件有所减少等影响，需求增速有所回落，四季度平均增速回落至5.0%，12月单月增速叠加年货节错期等因素回落至2.3%。一季度完成快递业务量477亿件，同比增长5.8%，需求增速环比回升，整体表现稳健。

图 1: 24-26 年快递业务量单月增速 (%)



资料来源: Wind、招商证券

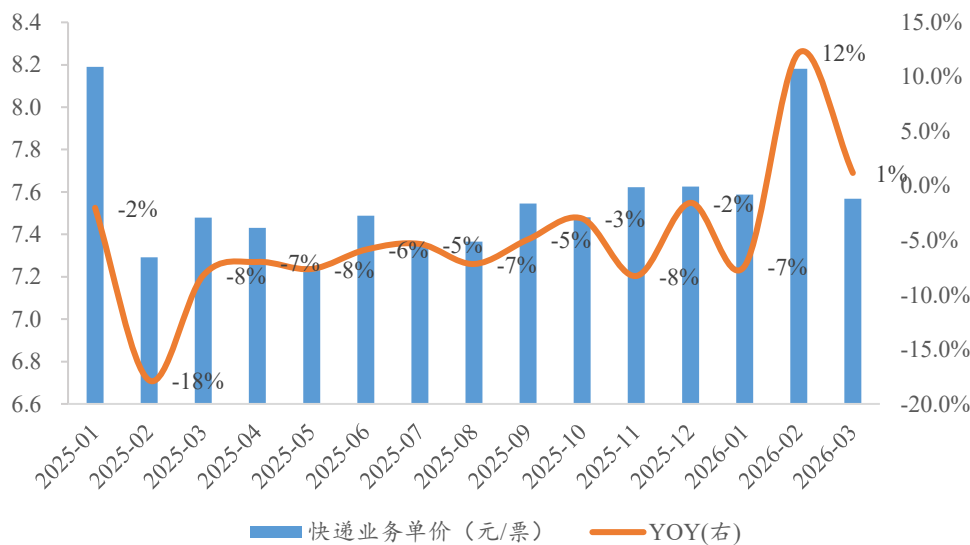
图 2: 24-26 年快递收入单月增速



资料来源: Wind、招商证券

反内卷推动价格水平企稳回升，一季度行业均价同比环比均回升。受市场竞争加剧影响，2025年全年快递业务单价7.5元，同比下降6.3%，但是得益于25年下半年以来的反内卷政策，行业价格同比跌幅逐步收窄、环比持续爬升，25年三、四季度均价跌幅同比收窄至5.8%、4.4%，环比回升0.5%、2.1%，26年一季度行业均价同比微增1.0%，环比回升2.0%。

图 3: 25-26 年快递业务月度均价及同比增速

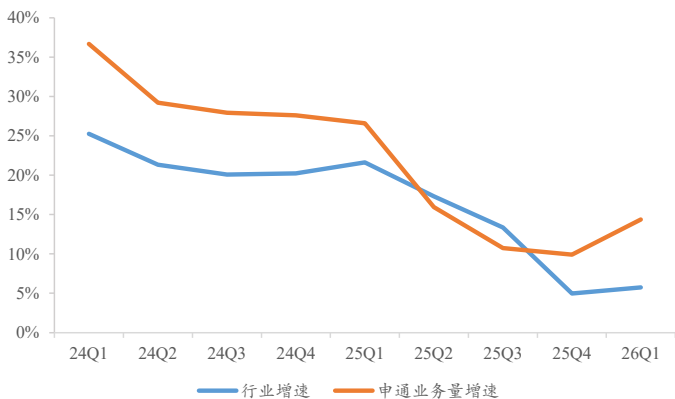


资料来源: Wind、招商证券

二、申通业务量快速增长，利润弹性大幅释放

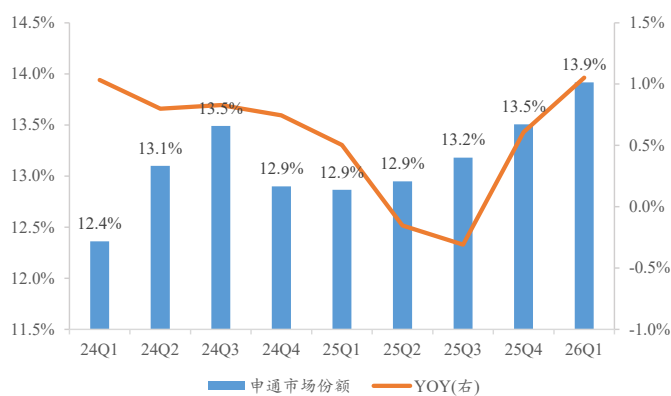
公司快递业务量快速增长，Q1 市场份额升至 13.9%。2025 年申通完成快递业务量 261 亿件，同比增长 15%，市占率 13.1%，同比提升 0.16pts，其中 25 年四季度完成快递业务量 72.8 亿件，同比增长 9.9%，市场份额 13.5%，同比提升 0.6pts。26 年一季度公司完成快递业务量 66.4 亿件，同比增长 14.4%，市场份额升至 13.9%，同比提升 1.1pts

图 4：24-26 年申通及行业季度快递业务量增速



资料来源：Wind、招商证券

图 5：24-26 年申通季度市场份额

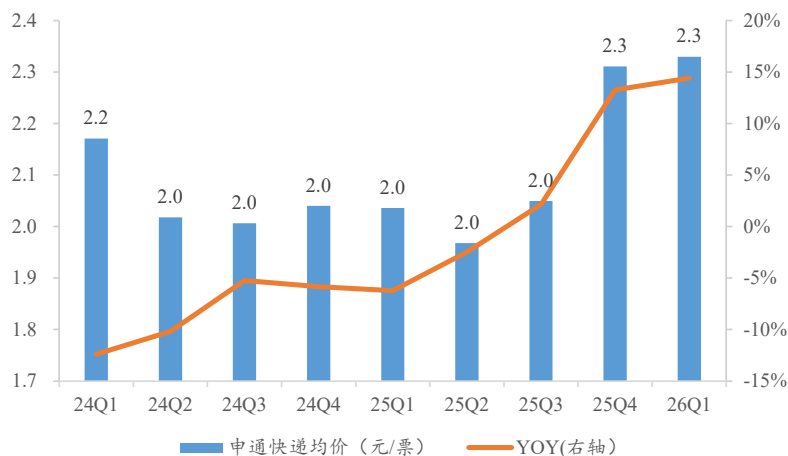


资料来源：Wind、招商证券

受益快递行业反内卷及并表丹鸟，Q3 以来公司快递业务单价触底回升，25Q4-26Q1 单票收入同比大幅提升。2025 年公司快递业务单价 2.10 元，同比提升 2.3%，其中 Q4 单票收入 2.31 元，同比提升 13.5%，26 年 Q1 单票收入 2.33 元，同比提升 14.4%。

量价双升，2025 年公司实现营业收入 555.9 亿元，同比增长 17.8%，实现快递业务收入 548.6 亿元，同比增长 17.6%。其中 2025 年 Q4 公司实现营业收入 170.2 亿元，同比增长 24.4%；26 年一季度实现营收 156.9 亿元，同比增长 30.7%。

图 6：24-26 年申通快递业务季度均价及同比增速



资料来源：Wind、招商证券

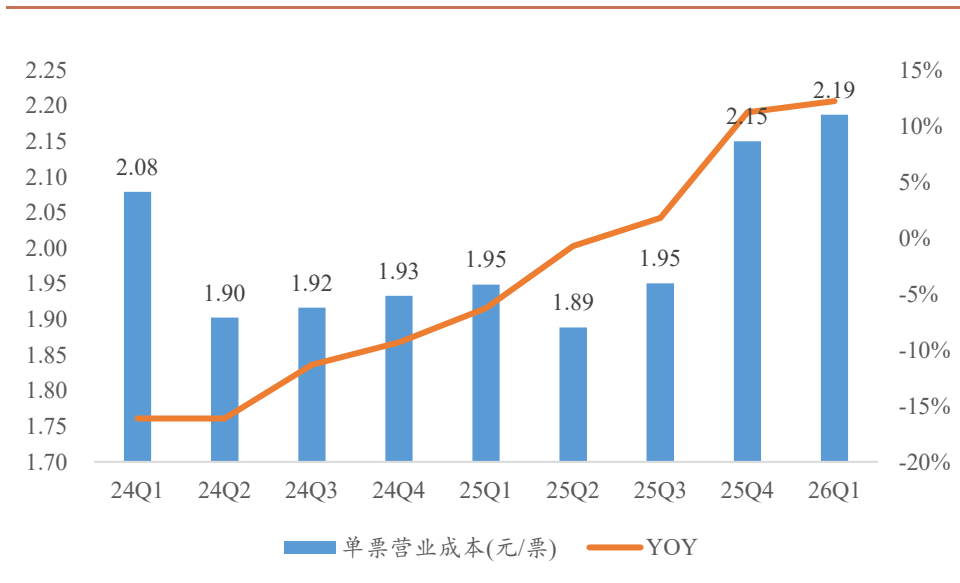
成本端，受整合丹鸟等影响，单票成本有所提升。2025 年公司战略性收购丹鸟物流，打通“加盟 + 直营”双网协同路径，新模式下，公司成本结构调整、单票快递业务成本略有提升。2025 年公司营业成本 520.2 亿元，同比增长 17.3%，其中快递业务成本 517.5 亿元，同比增长 17%，折合单票成本同比增长约 2%。其中 25 年 Q4 单票营业成本约 2.15 元，同比提升 11%，26 年 Q1 单票营业成本约 2.19 元，同比增长 12%。

表 1: 2024-2025 年快递业务成本拆分

	2024	2025	YOY
面单成本(亿元)	3.4	3.5	4%
折合单票成本(元/票)	0.01	0.01	-10%
揽派成本(亿元)	284.3	332.2	17%
折合单票成本(元/票)	1.25	1.27	2%
运输成本(亿元)	84.6	100.7	19%
折合单票成本(元/票)	0.37	0.39	4%
中心操作成本(亿元)	68.3	81.2	19%
折合单票成本(元/票)	0.30	0.31	3%
合计(亿元)	440.5	517.5	17%
折合单票成本(元/票)	1.94	1.98	2%

资料来源：公司数据、招商证券

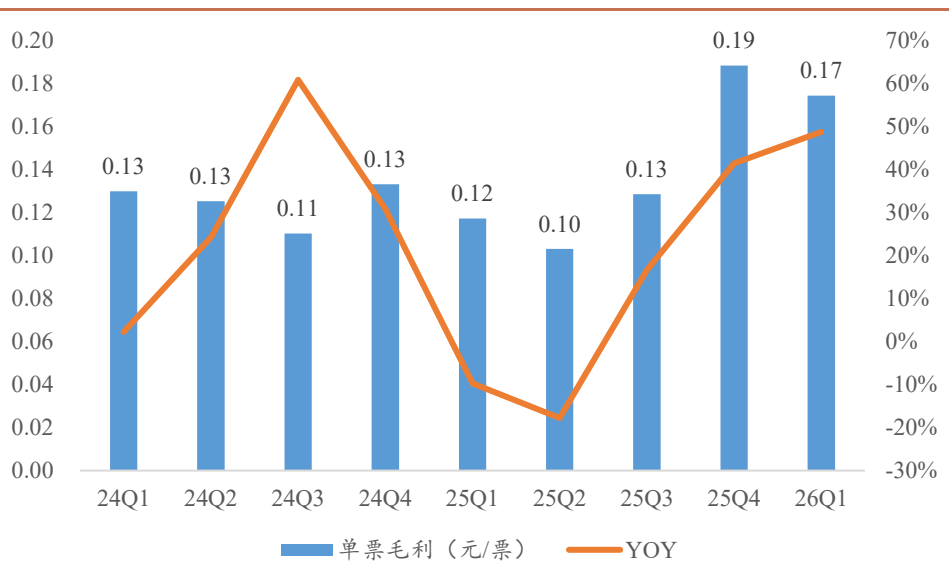
图 7: 24-26 年申通快递单票营业成本及同比增速



资料来源：Wind、招商证券

受益于反内卷、价格提升，单票毛利大幅提升。2025 年申通实现毛利 35.62 亿元，同比增长 25.8%。其中 25Q4-26Q1 单票毛利分别为 0.19、0.17 元，同比分别增长 41%、49%。

图 8: 24-26 年申通快递单票毛利及同比增速



资料来源: Wind、招商证券

期间费用率总体稳定, Q1 费率略有提升。2025 年申通快递期间费用合计 15.2 亿元, 同比增长 18.3%, 费用率 2.7%, 同比基本平稳, 折合单票期间费用 0.058 元, 同比持平微增 0.002 元。25Q4-26Q1 单票期间费用分别为 0.066、0.073 元, 同比分别增长 0.021、0.016 元, 费率分别为 2.8%、3.1%, 26 年 Q1 期间费用率略有提升, 结构上看增长主要来自于研发费用投入增长。

25 年下半年以来单票净利持续大幅提升, 26 年 Q1 利润增幅超预期。2025 年实现归母净利润 13.7 亿元, 同比增长 31.6%, 折合单票归母净利润 0.052 元, 同比增长 14.4%。其中 25Q4-26Q1 归母净利润分别为 6.1、4.6 亿元, 同比分别增长 58%、94%, 折合单票归母净利润 0.084、0.069 元, 同比分别增长 44%、70%。Q1 利润增长超预期。

表 2: 2025-2026 年申通快递季度费用及盈利拆分

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
销售费用 (万元)	2302	2246	2541	2576	2497
费用率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
单票费用 (元/票)	0.004	0.003	0.004	0.004	0.004
管理费用 (万元)	3522	3661	4079	4649	4549
费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
单票费用 (元/票)	0.006	0.006	0.006	0.006	0.007
研发费用 (万元)	22492	23015	26209	36063	36342
费用率	1.9%	1.8%	1.9%	2.1%	2.3%
单票费用 (元/票)	0.039	0.035	0.040	0.050	0.055
财务费用 (万元)	4558	4542	4865	4876	5143
费用率	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%
单票费用 (元/票)	0.008	0.007	0.007	0.007	0.008
期间费用合计	32874	33465	37695	48164	48531
费用率	2.7%	2.6%	2.8%	2.8%	3.1%

单票费用 (元/票)	0.057	0.051	0.058	0.066	0.073
归母净利润 (万元)	23603	21724	30237	61298	45859
YOY	24%	-12%	40%	58%	94%
单票归母净利润 (元/票)	0.041	0.033	0.046	0.084	0.069
YOY	-2%	-24%	27%	44%	70%

资料来源: Wind、招商证券

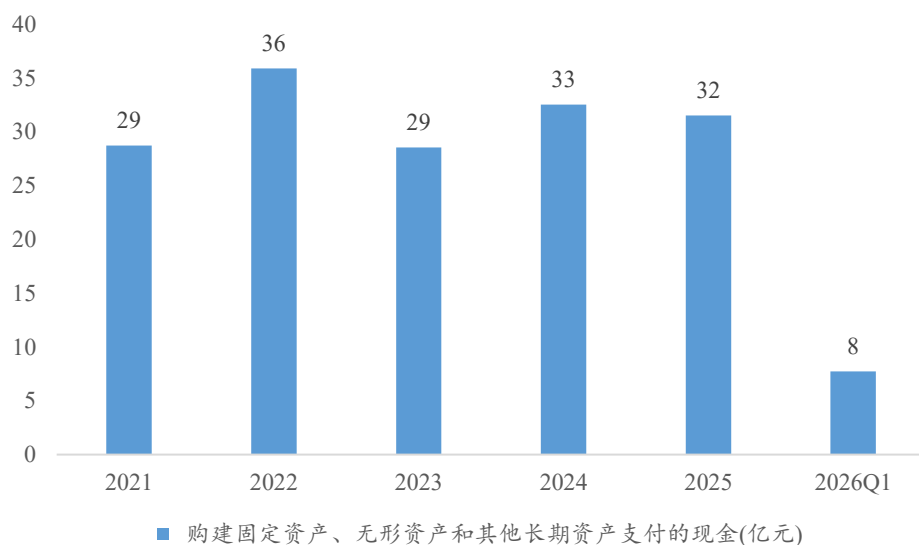
三、行业有序竞争、公司运营优化，盈利有望持续增长

多渠道持续投入完善网络结构，底盘资源不断夯实。2025 年，公司完成重要产粮区义乌地区转运中心的直营化收购（1.1 亿元收购，25 年 3 月 1 日并表），有效完善了该地区的中转网络布局；在改扩建方面，公司实现成都、揭阳、固安、漯河、新乡等场地交付运营，推动公司产能再上新台阶。此外，25 年 8 月公司全资子公司作为有限合伙人出资 3 亿元与国寿置业投资管理有限公司等合作设立吉仓三期股权投资基金，基金规模 10 亿元，主要投资于 Alibaba WLCC Holding Limited 及/或其指定关联人士当前持有并运营且由包括但不限于中通方 1 或其关联人士主要承租之位于中国的物流不动产项目公司。截至 2025 年末，公司拥有直属转运中心 75 个（其中东北 6 个、华北 8 个、华东 27 个、华南 10 个、华中 13 个、西北 5 个、西南 6 个），常态吞吐产能已提升至日均 9,000 万单（25 年申通快递业务量 261 亿件，折合日均约 7200 万件），为后续业务量增长提供坚实的产能支撑。

完成对丹鸟物流的收购，进入“加盟 + 直营”共同发展阶段。25 年 7 月公司公告拟以 3.6 亿元收购丹鸟物流 100% 股权，丹鸟物流于 25 年 11 月正式纳入公司合并报表范围，成为公司战略布局高品质快递赛道的核心载体。丹鸟物流核心业务为国内品质快递及逆向物流服务，并已构建起一张标准化直营网络，在多个城市提供半日达、次晨达、闪购 4H 达、送货上门等高确定性履约服务。本次收购标志着公司正式切入高品质快递赛道，成功补齐品质物流短板，突破单一加盟网络的发展局限，构建起“加盟 + 直营”双网协同的发展新格局。

2026 年 3 月，公司公告以现金 2.8 亿元收购浙江菜鸟供应链管理有限公司所持有揭阳传云物联网技术有限公司和成都传申物联网技术有限公司的 100% 股权，并于 26 年 4 月 1 日完成交易。

图 9：21-26 年申通快递构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金



资料来源：Wind、招商证券

通过限制性股票激励计划，将核心管理层及技术人员与公司长期利益绑定。公司于 25 年 5 月通过限制性股票激励计划，股票来源为从二级市场回购的公司 A 股普通股，激励对象为公司（含子公司，下同）董事、高级管理人员、核心管理人员、核心技术（业务）人，向激励对象授予的限制性股票数量为 2,839.8 万股，占公告时公司股本总额 15.3 亿股的 1.8551%，授予价格为 5.42 元/股。其中首次授予 2,526.9 万股，占公告时公司股本总额的 1.6507%，激励对象包含公司高管及核心管理人员、核心技术（业务）人员（235 人）；预留 312.9 万股，占公告时公司股本总额的 0.2044%，预留部分占本次授予权益总额的 11.0171%，2026 年 4 月，预留授予条件已经成就，公司向符合条件的 37 名激励对象授予 312.9 万股限制性股票。

表 3：申通快递限制性股票年度业绩考核目标

首次授予的限制性股票年度业绩考核目标	第一个接触限售期	公司需要满足下列条件之一： 以 2024 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 12%； 以 2024 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 30%。
	第二个接触限售期	公司需要满足下列条件之一： 以 2024 年营业收入为基数，2026 年营业收入增长率不低于 25.4%； 以 2024 年净利润为基数，2026 年净利润增长率不低于 56%。
预留股票年度业绩考核目标（2025 年三季度报告披露后授予）	第一个接触限售期	公司需要满足下列条件之一： 以 2024 年营业收入为基数，2026 年营业收入增长率不低于 25.4%； 以 2024 年净利润为基数，2026 年净利润增长率不低于 56%。
	第二个接触限售期	公司需要满足下列条件之一： 以 2024 年营业收入为基数，2027 年营业收入增长率不低于 38%； 以 2024 年净利润为基数，2027 年净利润增长率不低于 87.2%。

资料来源：Wind、招商证券

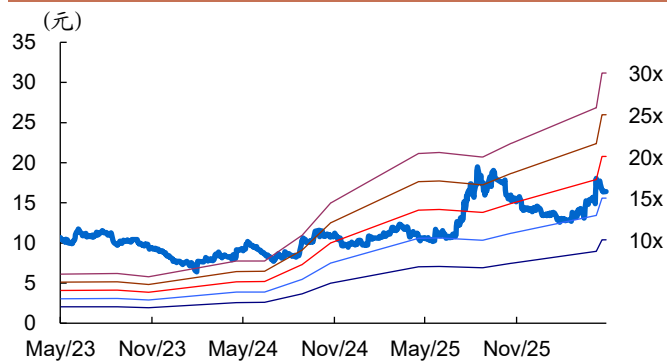
展望未来，行业竞争依然存在，但是在监管、总部及加盟商成本盈利约束下，总体竞争有序化、强度趋于缓和、格局缓慢优化，叠加需求增长、技术进步推动成本改善，行业盈利中枢有望逐步抬升。同时，公司运营管理将进一步优化，盈利有望持续较快增长。预计 26-28 年公司盈利分别为 20.4、24.5、29.8 亿元，对应 PE 估值分别为 12.3、10.2、8.4 倍，维持“强烈推荐”评级。

表 4: 申通快递盈利预测核心假设

核心假设	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
件量 (亿件)	175	227	261	293	313	332
YOY	35.2%	29.8%	15.0%	12.0%	7.0%	6.0%
单票收入 (元/票)	2.23	2.05	2.10	2.16	2.13	2.11
YOY	-11%	-8%	2%	3%	-1%	-1%
单票成本 (元/票)	2.15	1.95	1.98	2.01	1.98	1.95
YOY	-10.9%	-9.3%	1.8%	1.5%	-1.5%	-1.5%
单票毛利 (元/票)	0.09	0.11	0.12	0.14	0.15	0.16
YOY	-18%	22%	12%	22%	6%	5%
单票净利 (元/票)	0.02	0.05	0.05	0.07	0.08	0.09
YOY	-10%	137%	16%	33%	12%	15%
归母净利润 (亿元)	3.4	10.4	13.7	20.4	24.5	29.8
YOY	18%	205%	32%	49%	20%	22%

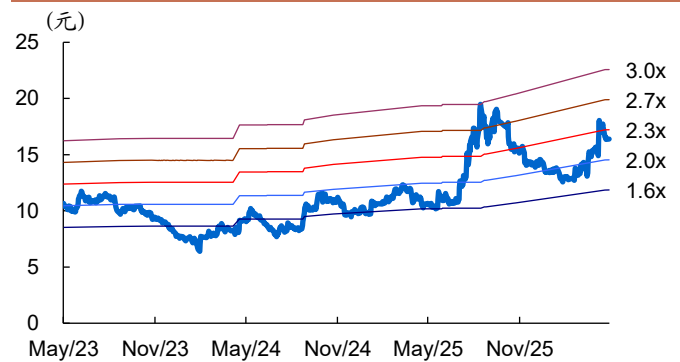
资料来源: Wind、招商证券

图 10: 申通快递历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 11: 申通快递历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	7088	8804	12959	14429	14202
现金	2001	2047	5353	6423	5849
交易性投资	431	814	814	814	814
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1095	1437	1644	1741	1827
其它应收款	246	341	390	413	434
存货	85	115	131	138	144
其他	3231	4050	4628	4899	5135
非流动资产	18224	20510	21004	21428	21792
长期股权投资	25	18	18	18	18
固定资产	10362	11372	12243	12995	13644
无形资产商誉	2484	2617	2355	2119	1907
其他	5353	6503	6388	6295	6221
资产总计	25312	29314	33964	35857	35994
流动负债	11697	13137	15793	15299	12531
短期借款	3654	3263	5841	4913	1799
应付账款	3801	5453	6188	6522	6788
预收账款	1594	1497	1698	1790	1863
其他	2649	2924	2065	2075	2082
长期负债	3807	5249	5249	5249	5249
长期借款	1320	1659	1659	1659	1659
其他	2487	3590	3590	3590	3590
负债合计	15504	18387	21042	20549	17781
股本	422	422	422	422	422
资本公积金	2955	2826	2826	2826	2826
留存收益	6430	7674	9670	12057	14964
少数股东权益	1	5	4	3	1
归属于母公司所有者权益	9807	10922	12918	15306	18212
负债及权益合计	25312	29314	33964	35857	35994

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3944	3799	4239	4661	5226
净利润	1026	1368	2037	2450	2981
折旧摊销	1511	1779	1934	2004	2065
财务费用	278	273	262	275	289
投资收益	(33)	(30)	(101)	(103)	(106)
营运资金变动	1204	461	107	36	(2)
其它	(42)	(52)	0	0	0
投资活动现金流	(3684)	(3358)	(2327)	(2325)	(2322)
资本支出	(3254)	(3152)	(2428)	(2428)	(2428)
其他投资	(430)	(206)	101	103	106
筹资活动现金流	(677)	(371)	1394	(1266)	(3478)
借款变动	(563)	(1033)	1699	(928)	(3114)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	7	(129)	0	0	0
股利分配	(8)	(28)	(42)	(63)	(76)
其他	(113)	819	(262)	(275)	(289)
现金净增加额	(417)	70	3306	1071	(574)

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	47169	55586	63595	67367	70695
营业成本	44337	52024	59033	62218	64753
营业税金及附加	84	97	102	108	113
营业费用	135	159	182	182	184
管理费用	889	1078	1145	1179	1273
研发费用	178	188	254	269	283
财务费用	238	249	262	275	289
资产减值损失	(77)	(103)	(90)	(90)	(90)
公允价值变动收益	31	33	30	30	30
其他收益	60	38	39	41	42
投资收益	33	30	31	33	34
营业利润	1356	1788	2629	3149	3817
营业外收入	16	26	27	29	30
营业外支出	68	111	117	123	129
利润总额	1304	1703	2539	3054	3718
所得税	277	335	502	605	737
少数股东损益	(14)	(1)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	1040	1369	2038	2451	2982

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	15%	18%	14%	6%	5%
营业利润	195%	32%	47%	20%	21%
归母净利润	205%	32%	49%	20%	22%
获利能力					
毛利率	6.0%	6.4%	7.2%	7.6%	8.4%
净利率	2.2%	2.5%	3.2%	3.6%	4.2%
ROE	11.2%	13.2%	17.1%	17.4%	17.8%
ROIC	8.5%	10.1%	12.4%	12.9%	15.1%
偿债能力					
资产负债率	61.3%	62.7%	62.0%	57.3%	49.4%
净负债比率	22.4%	19.8%	22.1%	18.3%	9.6%
流动比率	0.6	0.7	0.8	0.9	1.1
速动比率	0.6	0.7	0.8	0.9	1.1
营运能力					
总资产周转率	2.0	2.0	2.0	1.9	2.0
存货周转率	514.4	520.3	479.3	462.7	459.9
应收账款周转率	48.7	43.9	41.3	39.8	39.6
应付账款周转率	12.2	11.2	10.1	9.8	9.7
每股资料(元)					
EPS	0.68	0.89	1.33	1.60	1.95
每股经营净现金	2.58	2.48	2.77	3.05	3.41
每股净资产	6.41	7.13	8.44	10.00	11.90
每股股利	0.07	0.10	0.15	0.18	0.22
估值比率					
PE	24.1	18.3	12.3	10.2	8.4
PB	2.6	2.3	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.1	6.5	4.7	4.2	3.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。